SALVATORE MAJORANA

PROBLEMI DI ECONOMIA E FINANZA DELLA NOSTRA RIFORMA MONETARIA

Estratto dalla Rivista « ECONOMIA » N. 6, Anno VI

ROMA
Stab. Tip. del "Giornale d'Italia„
1928

Le vie dell'inflazione e del suo rimedio.

Per le necessità della guerra, l'Italia, come tanti altri paesi impigliati nel conflitto mondiale, si dovette ulteriormente separare dalle grandi leggi della circolazione di credito. Se essa aveva una massa di biglietti di 2 miliardi e due terzi a corso forzoso, ma circolante alla pari del suo valore nominale, cioè dell'oro assente, si dovè essa stessa portare a una circolazione di intorno a 22 miliardi nel periodo di massima espansione. E tale carta, a corso forzoso sempre, non fu più alla pari, anzi se ne allontanò di molto via via che agivano due condizioni o cause, ossia l'aumento della carta e la diminuzione del credito, speciale bancario, e generale del governo e del paese.

Poi fu possibile volgersi a più spirabile aria. Furono vinte le cause generali di mancanza di fiducia, o di minore fiducia, nelle finanze e nel lavoro privati, e nelle finanze e nel lavoro pubblici. E fu nettamente disposta una politica di deflazione. Quando per tali vie si ebbe una rivalutazione della lira che si pose a quota 90, e tendeva a scendere ancora, la riforma monetaria italiana è venuta. La quale significa: stabilizzazione a 92,46 rispetto alla sterlina; cambio non in monete, ma in oro e per i bisogni esteri; cambio non necessariamente in oro, ma in ciò che può equivalerlo, ossia in divise di paesi che cambino in oro; acquisto e vendita di divise e metallo quanto occorra a mantenere i biglietti e l'oro nel punto della stabilizzazione, anzi entro i due punti, detti dell'oro, all'acquisto e alla vendita, distanti 20 centesimi, per come è stato disposto, in relazione a un dollaro oro.

E sono sorti e sorgono importanti problemi, vecchi e nuovi, di economia e di finanza, di dottrina e di pratica.

I due problemi: a) *rivalutare o stabilizzare.*

Fra essi sono certamente in prima linea questi: perchè stabilizzare e non rivalutare ulteriormente?

Sarà il termine di stabilizzazione odierno il termine ultimo?

Alla prima domanda i nocchieri perfino potrebbero rispondere: è qui un cambiamento di rotta. Prima dicevamo: rivalutazione e non stabilizzazione. Ed ora diciamo e pratichiamo: stabilizzazione. Anzi un chiaro economista della Toscana ha in *Echi e Commenti* perfino avanzato il dubbio, ma l'ha dismesso egli stesso: non vi è contradizione fra il discorso di Pesaro 1926 e il Decreto del dicembre 1927? No, è a dire; ed una proposizione che ci viene dall'estero (cito la *Revue économique internationale* di Bruxelles) è quella che loda « l'atto di saggezza » compiuto.

Si ebbe un rapido periodo di rinascita, o di aumento, della lira. Ed involse una crisi. Questa non avrebbe dovuto essere, ma vi fu. Il miglioramento dei cambi portò, è vero, nelle esportazioni una certa riduzione della vendita a prezzo vile (i francesi qui dicono: *mévente*), e nelle importazioni una riduzione analoga dell'acquisto a prezzi esorbitanti (*surfaits,* come dicono i francesi). Ma, mentre i prezzi all'ingrosso si avvicinavano ai corsi del cambio, e quindi ai prezzi del mercato mondiale, lo stesso non si otteneva nei prezzi a minuto. Vi erano e vi sono, troppi ingranaggi, strutture e deviamenti, che ancòra bisogna riordinare, rifare, eliminare.

Il primo a risentirsene fu il lavoro, che ebbe da un canto riduzione di salari, e dall'altro non ebbe un'adeguata economia nel costo della vita, per quanto anche di questa i numeri indici si abbassassero. E, per azioni e ripercussioni, l'industria, il commercio, l'agricoltura, la produzione nei suoi varii fattori e moventi, accusarono un certo disagio. Il quale veniva da quella che doveva essere la fonte del bene. In breve, il senso che la rapida ulteriore rivalutazione della lira fosse un danno fu molto diffuso. E mentre appariva la tendenza a una rivalutazione ulteriore, fu ordinata, ad evitare l'inasprirsi della crisi, la stabilizzazione. E, cosa degna di rilievo, fu posta con dei punti non già di rivalutazione ulteriore, ma

di devalutazione. Si aveva 90; e si disse 92,46; onde spaziare nel terreno già conquistato.

b) *Termini della stabilizzazione.*
Ulteriore politica e battaglia della lira.

L'altra domanda che si tratti del termine ultimo o meno, merita qualche considerazione. In verità, la legge non pone termini, se pur con gli ulteriori provvedimenti si preordinano i termini della stabilizzazione.

Intanto si prospetta quel che si può chiamare la *politica* e la *battaglia* ulteriore della lira. Dicono economisti di vaglia: « se per ipotesi i cambi salissero temporaneamente sopra il tasso di stabilizzazione, molti biglietti sarebbero presentati per esser cambiati »; ma « poichè essi saranno ritirati e non verranno certo rimessi in circolazione, la quantità di medio circolante si ridurrà, provocando un aumento di valore della lira o, ciò che equivale, un ribasso dei cambi ». Così il Supino; e questi, e il Fanno, e altri, descrivono questa stabilizzazione che « si avrà d'ora in avanti automaticamente e senza spese, allargando la circolazione quando i cambi ribassano e contraendola quando rialzano », onde anche con la contrazione detta non vi sarà pericolo che l'oro delle riserve emigri all'estero.

Gli ulteriori decreti del 26 febbraio pongono le norme del cambio dei biglietti sì in oro che in divise. Coordinata all'obbligo del cambio dei biglietti per una certa quantità in verghe oro, è la facoltà della Banca di fare il cambio in divise; ma questo cambio è regolato nei limiti dei punti dell'oro. Essi sono da determinare con provvedimento separato, e già lo sono stati in questi termini: lire 19,10 per dollaro per l'esportazione, e lire 18,90 per l'importazione. Il cambio dei biglietti in divise non potrà superare il limite dei punti dell'oro per l'esportazione. D'altro canto la Banca ha obbligo di provvedere, mediante acquisto o vendite di oro, e mediante interventi sul mercato delle divise, a che le oscillazioni del cambio della valuta italiana nei confronti delle divise si mantengano entro i limiti dei punti dell'oro stabiliti. E questo è il modo onde assicurare la stabilizzazione.

Ma stanno d'altra parte quelli che con voce implacabile ripetono, e così il Loria : « di certo la stessa proclamata convertibilità

del biglietto al corso effettivamente vigente, o di poco diverso, impone più che mai alla banca lo scrupoloso dovere di astenersi da qualsiasi emissione ulteriore, il cui immancabile effetto sarebbe di precipitare il corso della lira sotto il pari di legge ».

La posizione è questa: non aumentare la circolazione, come suona quest'ultima voce; ma reggere alle onde e alle maree con aumenti e riduzioni come suonano l'altra voce e il provvedimento sui cambi, senza però tendenza a riportarsi a un livello normale superiore. Anzi ancor è da chiedersi quanto del già predisposto livello inferiore non sia da attendere.

Noi ben sappiamo che di carta, finchè non si potrà dare a una lira per una lira di oro, ve ne è più del bisogno. Ed è indubitato che, scemandone la quantità, se ne aumenta il valore. E se la quantità scemasse al punto necessario, potrebbe la carta raggiungere anche oggi stesso un valore superiore all'oro. Ma a ciò si oppongono la mancanza di mezzi idonei, e il danno dei contraccolpi economici. I quali sarebbero simili al vuoto che nel mare produca lo sprofondarsi di una nave, per cui le circostanti barche siano inghiottite. Rimane il consiglio di mirare a una meta, e farlo con tutti i modi e variazioni di tempo, se è lecito il paragone, che la musica registra. La meta è la deflazione. E' certo, checchè si dica, che la inflazione è malattia, e che la deflazione è il suo rimedio.

Il corso della sterlina in lire italiane. Manca un adeguato sincronismo fra la svalutazione della carta e l'aumento della sua quantità.

Data la parità aurea della sterlina in lire 25,22, noi vedemmo salirne il corso in lire italiane a 26,22 nella media di tutto l'anno 1914; e a 28,80 in quella del 1915, a 31,25 in quella del 1916, a 38,35 nella media del 1919. E in un anno raddoppiarsi, a 77,14, nella media del 1920; e salire quindi pel 1921 a 91,12, e quindi salire fino a 125,86 pel 1926. L'agosto di tale anno ebbe la quotazione più alta, 148,32.

Contemporaneamente la circolazione totale, bancaria e di Stato, posta a 100 a fine del 1913, saliva all'indice di 129 a fine del 1914, e quindi a quello di 182 analogamente nel 1915, a 227 nel 1916, a 670 nel 1919, a 791 nel 1920, e questa fu la cifra più alta,

con milioni lire carta 21.999,9. Poi mentre il corso della sterlina saliva ancora come ho detto, la circolazione scendeva all'indice di 772 a fine del 1921, e, scendendo e risalendo alla fine dei successivi anni, si trovava a 774, ossia a milioni 20.133,1 a fine del 1926. Essa era milioni 20.076 nell'agosto di tale anno.

Noi non troviamo dunque un adeguato sincronismo fra la svalutazione della nostra carta e l'aumento della sua quantità. Sintomatico, lo sbalzo che dal 1919 al 1920 è da 38,35 a 77,14 nel corso della sterlina, ossia si raddoppia il valore di essa in lire italiane, mentre la nostra carta sale soltanto da milioni 18,581,5 a 21,999,9 a fine d'anno, ossia, negl'indici, da 670 a 791, aumento poco più di un quinto.

Oseremmo dire che la quantità della circolazione ha ripercussioni secondarie sul valore della carta? Certamente nessun buon economista o finanziere imprenderebbe un calcolo di questa sorta senza badare a un tempo alla *quantità* e alla *qualità* della carta, ossia pure alle garenzie e alle condizioni del credito. Ma non possiamo per altro astrarre dalle *circostanze* concorrenti, e, nel caso, del periodo turbinoso della guerra. Nè è da dimenticare che dal 1919 al 1920, se la guerra esterna era cessata, un'altra non meno acre se ne sferrava all'interno in Italia.

La rivalutazione della lira. Del quarto o del quinto o di presso al cinquanta per cento, secondo i punti di partenza. Deprezzamento medio del tredicennio 1914-26.

Dopo, è stata la rivalutazione. Dell'agosto 1926 è il discorso di Pesaro, e del settembre immediato è il corso medio della sterlina in lire italiane, come dissi, di già sceso da 148,32 a 132,75. La discesa continua, di mese in mese, fino a 109 nel dicembre; e il corso risale a 111 e a 112 nel gennaio e nel febbraio 1927; ma ridiscende nel marzo a 107,82; nell'aprile a 97,04; nel maggio a 90,04; nel giugno a 87,09; e poi resta a 89 e frazioni dal luglio al 5 dicembre 1927; solo tocca il 90 o lo supera di centesimi o di qualche decimo fino al 14 dicembre; ed il 15 di tale mese è novamente in discesa, a 89,983. Di una settimana appresso è il Decreto, che dice: quota di conversione: 92,46.

In *Educazione fascista* dell'ottobre scorso, a proposito degli sgravi fiscali ultimi ho avanzato la proposizione che la valuta sia cresciuta di quotazione nella misura di un quarto. Era un computo prudenziale. E fermandomi a quota 90, partivo da intorno a quota 120. Non era opportuno partire dal massimo di un solo mese. Nondimeno, come l'Arias riporta, computi varii sono stati fatti, di rivalutazione del 41 per cento rispetto all'oro e al 1926, e del 66 per cento rispetto all'agosto stesso anno.

E tuttavia le considerazioni intorno al movimento dei prezzi in rapporto alle singole economie nell'interno dello Stato, e quelle intorno ad altri fenomeni concomitanti, indurrebbero ad abbassare ancòra la quota di partenza, evitando a un tempo gli scarti massimi dell'agosto 1926 e quelli di tutto il 1926. Supponendo accettabile, pertanto, la quota di partenza di svalutazione in 110, si andrebbe a una rivalutazione avvenuta intorno a un quinto.

Ma un altro calcolo che si potrebbe chiamare assoluto, della svalutazione e della rivalutazione della lira, è questo: si consideri il valore normale della lira al principio del 1914, ed il valore medio della medesima almeno in tutto il tredicennio 1914-26. Ora la media generale del tredicennio, quale la calcolo, del valore della sterlina in lire italiane, è lire 69,91. Arrotondando diremmo: quota 70.

Quota 70 significa un deprezzamento della lira di 44,69; ossia per acquistare una sterlina bisognava metterci, oltre le 25,22 della parità aurea, altre lire 44,69. Ossia ancòra, una riduzione del valore della lira a 36 centesimi, o 30, come ho calcolato nel citato studio sugli sgravi, e abbiamo ancora da riconquistare altri 8 centesimi, o 6, per essere nella media generale del deprezzamento della lira avvenuto nei 13 anni.

Il Castelnuovo ha scritto: « in 16 mesi la lira ha potuto stabilmente rivalutarsi da 17 a 27 centesimi e un quarto ». Qualche centesimo di differenza, col mio calcolo, è anche in relazione al punto della parità ora disposto.

La rivalutazione in rapporto alla quantità e alla qualità della circolazione, e alle condizioni generali del credito.

Ma è doveroso per noi cercare un altro dato. Quale era la quantità complessiva della circolazione italiana in agosto 1926? E

quale è ora? Essa era, a fine agosto detto, milioni 20,076,5. E a fine novembre 1927 era milioni 18,864,5. Differenza 1212 milioni. Onde i conti darebbero che, ad una rivalutazione della lira di un quarto o di un quinto, corrisponde una riduzione di circolazione d'intorno a un sedicesimo e mezzo.

Potrebbesi dire che il miglioramento nel valore vada al triplo della riduzione di quantità della circolazione? Ed anche il Fanno ha potuto affermare: « negli ultimi 12 mesi nel complesso la circolazione non è diminuita in relazione alla rivalutazione della lira rispetto all'oro ». Si, il miglioramento nel valore non ha esatta proporzione con la diminuzione della quantità.

Ond'è che noi, per spiegare il fenomeno, dobbiamo guardare più al miglioramento della qualità, ottenuto con tutti i provvedimenti presi dal settembre del passato anno a oggi.

Del resto, anche su questo punto bisogna intendersi, ossia sul calcolo della circolazione odierna. Ammettiamo che da essa si tolgano gli 880 milioni morituri, se non morti, di biglietti di Stato, e che nel fatto l'on. Ministro Volpi ritiene non siano più di 400, e che si possano togliere altre partite: il fatto si è che lo stesso on. Ministro ha potuto al momento del nuovo Decreto dichiarare: « la circolazione bancaria ha segnato in questi giorni la cifra minima di 17 miliardi 500 milioni da un massimo di 22 miliardi alla fine del 1920 ». E' evidente che, quanto più si ribassa la cifra della circolazione si afferma l'importanza della diminuzione di quantità della carta.

Ma, e comunque, scontato ciò che è della *qualità,* è da pensare che, a fin di poter dire col Re Vittorio Emanuele II: « *hic manebimus optime* », lo studio debba essere quello di rivolgersi alla *quantità.*

Il gold exchange standard in Italia.

Ora col decreto del dicembre si attua in Italia il *gold exchange standard,* o tipo cartaceo col cambio fisso in oro. Ed è il sistema, come si esprime il Flora, che fra tutti quelli suggeriti per risanare la circolazione, reca alla vita economica del Paese le minori perturbazioni possibili. E oggi vi sono numerosi esempi di attuazione di tale sistema.

Le linee del Decreto sono poche e semplici. Alla Banca d'Italia si fa obbligo di convertire, contro presentazione presso la sede centrale di Roma, i propri biglietti in oro, o, a scelta della Banca, in divise su paesi esteri nei quali sia vigente la convertibilità dei biglietti di banca in oro.

Notiamo: *presentazione soltanto alla sede di Roma. Conversione in oro o divise di paesi che convertano in oro; e non già conversione in monete d'oro.*

Questo è il sistema, che importa che il valore della lira si mantenga mediante la convertibilità, ma non già che l'oro entri nella circolazione. Quanto alle monete, il Decreto stesso annunzia provvedimenti per coordinare alla nuova norma del cambio quelle vigenti sulle coniazioni ed emissioni di monete d'oro. E ricordo che è stato uno dei provvedimenti della crisi e della riforma monetaria inglese riservare esclusivamente alla Banca d'Inghilterra il diritto di presentare alla Zecca oro in verghe per la coniazione.

Si pone da noi, la parità aurea: un peso d'oro fino di grammi 7,919,113 per ogni 100 lire italiane; ed in tal parità si rappresenta la quota 90, interpretata nel senso razionale di una parità rotonda di 19 lire per dollaro, corrispondente a lire 92,46 per sterlina. Il Decreto del 26 febbraio determina che la Banca, alla detta parità, cambierà biglietti contro verghe d'oro di 5 chilogrammi. Ossia il cambio potrà avvenire per partite di biglietti intorno a lire 63.100.

Ma ecco, dalla disposta parità aurea si viene al seguente provvedimento: la Banca *è autorizzata* a computare al suo attivo in lire italiane sulla base aurea stabilita *tutte le sue riserve in oro o in divise estere* dei paesi nei quali vige la convertibilità dei biglietti in oro. Breve: può moltiplicarle per 3,66. E lo Stato « *acquisisce* » questa è la parola che l'on. Ministro adopera spiegando il Decreto, ovvero, come il Decreto dice: « *allo Stato vanno accreditate* », le *plusvalenze* emergenti dalla rivalutazione delle riserve della Banca d'Italia. Dopo di che, si ordina che la Banca tenga una riserva in oro o in divise su paesi che convertano in oro, *non inferiore al* 40 *per cento* dell'ammontare dei suoi biglietti in circolazione e di ogni altro suo impegno a vista. Rimane a favore dei biglietti della Banca, oltre la detta riserva, ogni altra attività dell'Istituto.

E non vi è altro. Stanno oltre il Decreto, l'accordo e il concorso della grande finanza pubblica e privata del mondo intero, ossia delle 12 grandi banche del sistema federale americano, e delle 15 grandi banche centrali degli Stati a base di moneta aurea, dall'Inghilterra al Giappone; e di un sindacato inglese e americano di banchieri privati presieduto dalla Banca Morgan. Tale concorso si esplica nell'apertura di crediti per 125 milioni di dollari, a presidio della convertibilità del biglietto. Ed è un sindacato analogo a quale si ebbe, e praticamente non bisognò ricorrervi, a proposito della nostra conversione della rendita.

L'attribuzione delle plusvalenze delle riserve allo Stato.

Mi fermerò specialmente sopra un punto sul quale finora, ch'io sappia, dagl'illustri economisti e finanzieri che hanno comentato il decreto nessun dubbio è stato sollevato. E dirò brevemente, come ritengo:

Le due disposizioni, sulla rivalutazione delle riserve, e sulla attribuzione allo Stato, delle plusvalenze formate con tale rivalutazione; e la conseguenza della prima disposizione, che cioè le riserve rivalutate lo siano a tutti gli effetti, e quindi anche a quello della copertura dei biglietti e dei debiti a vista nella misura stabilita: tali disposizioni vanno interpretate congiuntamente. Malgrado che la rivalutazione delle riserve sia presentata come un'*autorizzazione* data alla Banca, e l'attribuzione delle plusvalenze allo Stato come un comando, un fatto compiuto. S'intende, con interpretazione giuridica: se la Banca rivaluta, le plusvalenze vanno allo Stato. Ed ecco la concatenazione delle due disposizioni:

Lo Stato autorizza la Banca a rivalutare tutte le sue riserve; e con ciò la libera dall'obbligo di tenere una valuta aurea o equiparata, od altra copertura, per l'ammontare della rivalutazione. Contemporaneamente, con tale ammontare estingue il suo debito verso la Banca. E' evidente che, se lo Stato non autorizzasse tale rivalutazione, la Banca dovrebbe tenere una riserva in oro o equiparata corrispondente. Ed è in ciò, *ex facie,* o in prima linea, il corrispettivo della estinzione del debito dello Stato.

Ora lo Stato, ciò facendo, pone in bilancia le due condizioni diverse, prima della rivalutazione e dopo. E le riserve non riman-

gono quelle che erano? E lo Stato ha passato o passa alla Banca in specie e divise quello che ha potuto o che può. Solamente sparisce il debito suo. Ed è da avvertire che questa è una delle condizioni capitalissime che si richiedono nelle stabilizzazioni, e nel decretare le convertibilità sia pure solamente in specie auree od equiparate e non in monete; la condizione è: ridurre, e possibilmente fare sparire, il debito dello Stato.

L'uso delle plusvalenze da noi è duplice. Anzitutto, lo Stato comincia dal far opera egualitaria, in questo senso : le riserve, o specie auree od equiparate, sono rivalutate al momento presente, sulla base di lira 1 oro per lire 3,66 carta, e quindi anche ciò deve farsi per quelle valutate precedentemente. I milioni 310,8 di riserve auree od equiparate dei Banchi di Napoli e di Sicilia furono valutati in carta al pari di 1 lira oro e 4,79 carta; ed il totale ascese a milioni 1490,6. Ma una rivalutazione al pari 1: 3,66, porta il totale a milioni 1139,4. Differenza a debito dello Stato milioni 351,2. Della quale è giusto che esso si rimborsi nella plusvalenza.

Analogamente avviene rispetto ai 90 milioni oro del prestito Morgan, i quali furono passati alla Banca per cancellare un debito dello Stato in biglietti di 2500 milioni; mentre, valutati con la nuova parità di lire 19 a dollaro, non possono assorbirne se non 1710 milioni. Rimane qui pertanto una differenza di 790 milioni, di cui lo Stato riassume il debito, ma lo copre ora con la plusvalenza delle riserve.

E viene l'altro uso, per la carta che rimaneva a debito dello Stato, ossia pei 4227 milioni di biglietti emessi dalla Banca per conto dello Stato. Qui non è più questione di rivalutare un dare già valutato, ma bensì solo di usare la rivalutazione ai fini della estinzione del debito. E non è da rispondere se non questo, che nei limiti in cui la rivalutazione assiste, si possa farlo; fino a *concorrenza di essa* dissero i Belgi; e poichè questa non bastava, essi fecero il prestito per diminuire ancòra di 100 milioni di dollari il debito dello Stato verso la Banca, e rimasero ancòra in debito di circa 2 miliardi di lire rivalutate.

Per le correlative disposizioni sulle riserve e sulla loro rivalutazione, passano anche in sott'ordine altri aspetti del fenomeno, ossia che la plusvalenza delle riserve auree è viceversa il fenomeno

della svalutazione della carta, e che la svalutazione è la resultante combinata dell'opera dello Stato e della Banca, dello Stato che ha richiesto la carta, e della Banca che l'ha stampata.

Onde anche è da ritenere come un credito latente dello Stato, se, per il fatto suo proprio delle nuove emissioni di carta richieste, o per altre circostanze di ordine pubblico e varie, delle quali egli assume perfino le ripercussioni sul credito, il valore della carta ribassa in confronto all'oro delle riserve. Tale credito si manifesta a luce in una somma definita, il giorno in cui lo Stato crede autorizzare la Banca a valutare a un dato valore in carta codeste riserve.

Si dirà: ma rimane il biglietto a debito della Banca, essa dovrà pagare ai portatori dei biglietti i 4227 milioni che oggi erano a debito dello Stato. Risposta: sì, è vero; ma essa questi milioni li ha nella plusvalenza delle riserve. E torna il circolo di poco dianzi: è perchè vi è quella carta, che vi è quella plusvalenza delle riserve.

Ma ammettasi che la carta torni al valore dell'oro, a che partito si troverà la Banca che dovrà pagare di tasca sua questa plusvalenza? Vi sono due risposte: per gli stabilizzatori ad oltranza, od anche per il cambio che oggi si stabilisce tenuto indefinitamente, secondo la parola dell'on. Ministro, questo pericolo non esiste, perchè la carta non si solleverà al disopra della parità di 1:3,66, o almeno non vi sarà obbligo legale a convertire contro minore quantità di carta. Per gli altri, e d'ora innanzi saranno pochi, il pericolo medesimo sarà una spinta a ridurre la circolazione verso i limiti normali. E nel frattempo la Banca usufruirà, per le sue operazioni di credito, di tutta questa massa di carta che rimane a suo debito e circola.

Comunque, per le ragioni indicate, ritengo che il provvedimento, in punto di diritto economico e finanziario, e più strettamente di diritto di emissione, si regga. E nell'esempio che forma precedente a quanto oggi si fa in Italia, cioè nell'esempio del Belgio, ecco la frase, dirò così, morbida, che il Governatore della Banca nazionale del Belgio usa, addì 22 febbraio 1926, riferendo la concertata riforma: « la Banca rivaluterà il suo incasso metallico attuale; la differenza accusata da tale rivalutazione sarà abbandonata (sarà *abbandonata,* ecco la frase che volevo notare) allo Stato,

che l'impiegherà ad ammortizzare fino a dovuta concorrenza, il suo debito verso l'Istituto di emissione ».

Segue. Sulle plusvalenze attribuite, la parola della Banca e quella del Governo.

Dopo che così pensavo per l'inaugurazione del mio corso all'Università nel passato gennaio, abbiamo letto nella *Nuova Antologia* l'autorevole parola del Direttore generale della Banca d'Italia. Il quale, intorno alla cancellazione del debito dello Stato in milioni 4227 con le plusvalenze delle riserve, così si esprime: « tale disposizione, analoga a quella applicata per la Banca nazionale del Belgio quando venne attuata la stabilizzazione del franco belga, si spiega considerando la speciale posizione in cui si trova un Istituto centrale che gode il privilegio esclusivo dell'emissione dei biglietti, e come tale è il detentore della massima scorta di specie di oro e di divise equivalenti all'oro occorrenti all'economia e alla finanza del Paese nel suo insieme ». Continua egli avvertendo che una riforma monetaria come la nostra implica necessariamente, nè potrebbe prescindere, la pronta cancellazione del debito dello Stato per i biglietti ad esso somministrati dalla Banca. Qui dice: « e si aggiunga che una simile riforma costituisce un potente fattore d'impulso e di progresso per l'economia nazionale, e quindi *con riverberazioni non dubbie a vantaggio dell'Istituto di emissione,* che rappresenta la base del credito del Paese ».

E' una spiegazione direi nel campo dell'economia, ben fondata, mentre dianzi mi sono riferito alquanto più al campo del diritto e dei rapporti fra Istituto e Stato. Ma a questo campo lo Stringher subito si avvicina, avvertendo: « s'intende che di fronte a una siffatta cancellazione del credito dello Stato, *la Banca deve trovare compensi* capaci di afforzare la propria compagine anche per essere in grado di meglio trovare le responsabilità accresciute dalla riforma monetaria e dalla instaurazione della conversione dei suoi biglietti ». Lo Stringher spiega: « si noti che il debito dello Stato si cancella, ma rimangono nel mercato a carico della Banca i relativi biglietti, necessari alle transazioni, sebbene con una opportuna copertura di riserve ». E diamo intero il suo concetto: « Così si toglie, egli conclude, il pericolo di una crisi grave, che sarebbe

l'inevitabile conseguenza di un'affrettata scomparsa, per somme ingenti, di medio circolante; *ma è chiaro che via via un tale contingente di biglietti dovrà essere cautamente tolto dalla circolazione per opera e a carico della Banca d'Italia* ».

Dunque ogni nostro detto ha qui conferma dal Direttore generale della Banca d'Italia, e prima l'ha avuta dal Ministro onorevole Volpi nelle sue illustrazioni al Decreto date immediatamente ai giornalisti. I punti notabili son questi: presidii per le necessità delle riforme nelle responsabilità accresciute e nell'instaurazione della conversione dei biglietti; eliminazione del debito dello Stato; evitare la crisi grave di una affrettata scomparsa di somme ingenti di medio circolante (qui ho parlato della nave che sprofonda e inghiotte i naufraghi superstiti); deflazione, eliminazione, sia pure, se così è da intendere, di tutta la carta fin qui a debito dello Stato, e di altre partite specificate.

Notevole è quanto l'on. Ministro ha detto al Senato sull'attribuzione delle plusvalenze delle riserve della Banca allo Stato. Egli ha detto: « non poteva esser dubbio per l'Italia, così come è avvenuto in altri Paesi, che le plusvalenze dovessero attribuirsi allo Stato, *alla collettività cioè dei portatori dei biglietti di Banca* che avevano fornito in tutto il periodo di durata del privilegio di emissione i mezzi alla Banca per l'acquisizione delle riserve auree a garanzia della circolazione. Giova tener sempre presente che l'emissione dei biglietti di Banca a corso legale *è una funzione delegata dallo Stato,* esplicazione questa la più gelosa, della sovranità che, in ogni tempo era espressa dal Principe, con la facoltà di batter moneta ». L'on. Ministro precisa ancòra che la Banca, pur essendo una Società anonima con piena autonomia di gestione, esercita una funzione: « quella dell' emissione dei biglietti con valuta legale, che le è stata delegata dai poteri sovrani dello Stato ».

Non ho voluto mutare nulla a quanto avevo detto, prima della parola dell'on. Ministro, laddove parla dei portatori di biglietti che avevano fornito alla Banca lungo il privilegio i mezzi per acquistare le riserve auree, e dello Stato che rappresenta tali portatori di biglietti, e del corso legale che è funzione di Stato. E' indiscutibilmente funzione di Stato, come la stessa parola dice, il corso legale, che tuttavia rimane ai biglietti di banca,

Il disposto regime delle riserve.

Le riserve auree od equiparate, se non venissero rivalutate al multiplo di 3.66, formerebbero, secondo la proporzione che ora si ordina, una massa di 0.40:3.66, cioè del 10 per cento e piccola frazione, rispetto ai biglietti e ai debiti a vista. Allora, per formare il 40 per cento di tali biglietti e debiti, le riserve dovrebbero essere portate in oro al multiplo di 3.66. Ma si avrebbe l'assurdo che esse supererebbero la massa di valori che debbono garentire. Infatti, rispetto all'unità esse rappresenterebbero il 0.40, mentre il biglietto rappresenta il 0.27 o il 0.28. La rivalutazione al multiplo di 3.66, che è quello stesso del deprezzamento del biglietto rispetto all'oro, dunque si spiega chiaramente.

Nel fatto, il Direttore generale della Banca d'Italia, sulla situazione di fine novembre 1927, ha parlato di riserve di circa il 57 per cento, ponendo i debiti da coprire, fra biglietti e debiti a vista, in milioni di lire 21.526 e le riserve rivalutate in milioni 12.300. E l'on. Ministro al Senato, sulla situazione della Banca del gennaio, ha parlato di riserve del 57.20 per cento. Vi è dunque, il 17.20 per cento in più delle riserve disposte. Ricordiamo, ed è solo per memoria, che la suddetta situazione di fine novembre della Banca scriveva in 16.04 per cento il rapporto fra la riserva (milioni 2902) e la circolazione (milioni 18.092), e in 20.40 per cento il rapporto fra la riserva e la circolazione al netto di quella per conto dello Stato.

Or altri calcoli, col nuovo ordinamento, abbiamo udito. Così quello del prof. Masci, che porta le riserve al 94 per cento, ma comprendendo i 2373 milioni lire che in carta sono i 125 milioni dollari oro impegnati dai banchieri a garanzia della presente riforma. E d'altro canto la Banca attende, però nel lungo tempo, e perciò non li scrive ora, i 504 milioni lire oro che il Tesoro italiano depositò presso la Banca d'Inghilterra in occasione della stipulazione dei prestiti bellici. I quali 504 milioni saranno restituiti gradatamente, a misura dei nostri rimborsi pattuiti, e andranno appunto a rinforzare le riserve auree della circolazione.

Mentre ora l'obbligo della riserva aurea od equiparata si estende anche agli altri debiti a vista, non può passare inosservato il rilievo dello stesso Direttore generale della Banca d'Italia; ossia,

« con ciò si consolida la posizione della Banca di fronte all'obbligo della conversione di biglietti, che domanda liquidità, ed esige che l'azione dei depositi e dei debiti a vista non perturbi eventualmente la garanzia dei biglietti »; e d'altro canto avverte egli che di fronte a questo maggior rigore della legge « pienamente giustificato in regime di conversione di biglietto », cessa l'obbligo della Banca di mantenere una riserva in titoli di Stati a fronte dei debiti a vista. Vede egli qui, non sembri superfluo l'accenno, « forse il preludio a qualche riforma intesa a evitare che all'inflazione dei biglietti di banca si sostituisca quella dei titoli emessi da altri istituti ».

Da ultimo, ricordo come le riserve equiparate incominciarono nella nostra legislazione. Con la legge 10 agosto 1893, elevandosi la riserva metallica della circolazione dal terzo al 40 per cento, si pose che di tale riserva il 7 per cento potesse essere formato di cambiali per l'estero pagabili in oro. Il 7 fu poi portato all'11 nella legge 3 marzo 1898. Ora la coesistenza dell'oro e delle valute equiparate è mantenuta, di certo per una convenevole ed equa elasticità, senza determinazione di rapporto quantitativo fra essi. L'on. Ministro ha detto al Senato: « di fronte alla circolazione dei biglietti e degli altri impegni a vista, stanno l'oro in cassa per oltre 4 miliardi e mezzo e i crediti in oro verso l'estero per oltre 7 miliardi e mezzo ».

Or è ben noto quale sia la funzione delle riserve in regime di corso forzoso, e viceversa quale in regime di libero cambio del biglietto. Esperimentasi variamente nei diversi paesi quella delle riserve in regime di *gold exchange standard*. Ma tutti insistono perchè alle ruote del carro non si tolgano le vie con sì buoni auspicii aperte. E che le condizioni della pubblica finanza e della nazionale economia assistano. E che si lavori e si produca e il Paese prosperi. E migliori sempre più la bilancia dei pagamenti. E le condizioni stesse della circolazione, sia nella qualità che or si dispone, sia nella quantità che andrà sistemandosi, migliorino sempre. Ottimi provvedimenti sono intanto la proclamata convertibilità del biglietto in oro, e la totale eliminazione della circolazione a debito dello Stato. E mentre lo Stato riconosce e più attribuisce alla Banca un grande còmpito sia per la circolazione, che per l'oro, e per il cambio, e per il credito tutto, un grande e sereno senso di fiducia parte dalle pa-

role sì del Governo che della Banca, e dai grandi organismi rappresentativi della Nazione — pur qui sono da ricordare le Camere del Parlamento — sulla portata della riforma odierna, per quanto concerne il credito, l'economia, la finanza e le fortune d'Italia.

Roma, R. Università.

SALVATORE MAJORANA